

A kutatás célja

„*A magyar kockázati- és magántőke-ágazat forrásellátása nemzetközi összehasonlításban*” című, 2007 júliusában indult hároméves kutatás célja a magyarországi cégek kockázati- és magántőke-finanszírozását biztosító *befektetők forrásainak* vizsgálata volt. Mivel a hazai kockázati- és magántőke-befektetések¹ végző magánszektorbeli alapok szinte kivétel nélkül regionális szinten, azaz a közép-kelet-európai (KKE) régió egészében működnek, a kutatás fókuszába a KKE-régióban működő *regionális alapok* tőkeellátásának vizsgálata került. Emellett a kutatás kiterjedt azon *állami kockázattőke-befektetők* helyzetének elemzésére is, amelyek kizárólag magyarországi vállalkozásokat finanszíroznak. Mivel a kockázati- és magántőke-piac forrásellátásában az intézményi finanszírozók országonként eltérő mértékben, de mindenhol meghatározó szerepet játszanak, s a magántőke-alapokhoz érkező tőke forrása, azaz az intézményi befektetők típusa a szakirodalom tanúsága szerint hatással van az alapoknál összegyűjtött tőke felhasználására, a kutatás kiemelt figyelmet szentelt ezen intézményeknek.

A kutatás aktualitása és újszerűsége

A kutatást rendkívül aktuálissá tette, hogy a vizsgált időszak során gyökeres változások következtek be a KKE-régió, s ezen belül a magyar kockázati- és magántőke-piac forrásellátásában. Az amerikai jelzálogpiaci válság nyomán kialakuló pénzügyi illetve gazdasági válság hatására a KKE-régió átmenetileg rendkívül kedvező helyzetbe került. A fejlett országok növekedésének lelassulása és a kockázati- és magántőke-piac szabályozásának szigorodása ugyanis a befektetők feltörekvő piacok, ezen belül az akkor még gyorsan növekvő KKE-régió felé fordulását váltotta ki. A válság globálissá válásával azonban a külföldi tőkére és az exportpiacokra erőteljesen rászoruló régióbeli országok is súlyos gazdasági helyzetbe kerültek, ami a kockázati- és magántőke-befektetők szinte teljes elfordulását okozta az itteni piacoktól. Az állami háttérű hazai befektetők esetében egy ellentétes folyamat zajlott le. A költségvetési forrásokból dolgozó állami kockázattőke-társaságoknak a megtérülési követelmények mellőzésével befektetett tőkéje a vizsgált időszyakra lényegében elfogyott, s ismételt feltőkésítésüket a költségvetés helyzete már nem

¹ A kockázati tőkét a befektetők a cégek fejlődésének korai szakaszában nyújtják, hozzájárulva e vállalkozások piaci bevezetéséhez, korai fejlődéséhez vagy expanziójához. A későbbi stádiumban, azaz a kivásárlási szakaszban nyújtott magántőke-befektetéseket a már érett cégek kapják. A kutatás a kockázati- és a magántőke-befektetéseket a következőkben egyaránt magántőke-befektetéseknek nevezi.

tette lehetővé. Időközben ugyanakkor megnyílt a lehetőség arra, hogy az Európai Unió ún. JEREMIE programja keretében hazai magánszektorbeli alapkezelők közösségi (és kis hányadban hazai állami) forrásokra pályázhassanak korai fázisban tartó innovatív cégekbe történő kockázatitőke-befektetéseikhez.

A kutatás időszerűségét ugyancsak aláhúzza, hogy a válság nyomán átmenetileg megerősödött a kockázati- és magántőke-finanszírozásnak a vállalatok finanszírozásában játszott pozitív szerepét megkérdőjelező álláspont is. Az ágazat résztvevőit értékteremtés helyett csupán a jövedelmek átrendezésével vádoló nézet a válság elmélyítésében is szerepet tulajdonít a jelentős tőkeáttételekkel dolgozó magántőke-befektetőknek, ezért a magántőke-befektetőkre vonatkozó szabályozás szigorítását, a működés nagyobb átláthatóságát igényli. Bár tudományos igényű elemzések a fenti nézetet nem támasztják alá, a nemzetközi pénzügyi szabályozás reformja nagy valószínűséggel szigorítást fog eredményezni a befektetési bankok saját számlára történő befektetése, az alapkezelők adózása, valamint az alapok működésének szabályozása terén. Mindez a befektetők tőkeháttérének intézmények közötti és földrajzi átrendeződése folytán kihat majd a befektetések jövedelmezőségére.

A kutatás újszerűségét a fenti drámai változások mellett az is kiemeli, hogy korábban egyáltalán nem készült tudományos elemzés a régiós kockázati- és magántőke-befektetések tőkeháttéréről. Ez nem véletlen, ugyanis a téma kutatását a vonatkozó statisztikai adatok hiánya rendkívül megnehezíti. Az egyes országokra vonatkozó, európai szinten egységesen gyűjtött adatok nem teszik lehetővé a gyűjtött források végbefektetők szerinti regionális elemzését, s szintén megoldatlan a források és a végrehajtott befektetések adatainak összekapcsolása. A befektetést végző egyes alapok tulajdonosi háttéréről, konkrét befektetéseiről és ezek hozamairól nem áll rendelkezésre nyilvános adatbázis, e téren csupán az üzleti sajtó alkalmankénti tudósításai jelentenek némi támpontot. Jelen kutatás az adatok hiányát az üzleti sajtóban megjelent hírek kézi kigyűjtésével és feldolgozásával, valamint az alapok befektetői között kiemelkedő szerepet játszó nyugdíjpénztárak körében végrehajtott kérdőíves felmérés lebonyolításával igyekezett az adatok hiányát pótolni.

A kutatás eredményei

A kutatás eredményeit *két magyar és egy angol nyelven a Közgazdaságtudományi Intézet honlapján a Műhelytanulmányok/Discussion Papers sorozatban megjelent műhelytanulmány,*

a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (MKME) kiadásában megjelent *két angol és egy magyar nyelvű kiadvány*, továbbá *három* hazai referált folyóiratban (Közgazdasági Szemle, Külgazdaság, Vezetéstudomány) megjelent egy-egy *folyóiratcikk*, valamint egy német kiadó (VDM Verlag) által megjelentetett *angol nyelvű könyv* tartalmazza. A kutatás tapasztalatait a szerző ismertette a IX. Ipar- és Vállalatgazdasági Konferencián, az Európai Unió 1st European SME Week 09' „Vállalkozás és innováció kockázati tőkével” című konferenciáján, s a szerző kutatásának rövidített angol nyelvű összefoglalóját a résztvevők kézhez kapták az MKME 11. Éves Konferenciáján, továbbá az Unquote Central and Eastern European Private Equity 2009. évi májusi londoni kongresszusán. A kutatás eredményeinek népszerűsítését *14 hazai médiabeli megjelenés* (rádióinterjú, illetve napi sajtóban megjelent nyilatkozat) szolgálta.

A Közgazdaságtudományi Intézet honlapján közzétett „*Áldás vagy átok? A magántőke-befektetések hatása a gazdaságra*” című *műhelytanulmány*, majd ennek átdolgozott változataként a *Vezetéstudomány* 2010. évi 3. számában „*Áldás vagy átok*” címmel megjelent cikk egyrészt bemutatta a magántőke-finanszírozás, mint pénzügyi közvetítő ágazat *működési módját*. Ennek lényege, hogy zömmel intézményi befektetők tőkéjéből, meghatározott időtartamra felállított, s kezelési költség és sikerdíj fejében professzionális alapkezelők által működtetett magántőke-alapok rendszerint ellenőrző szerepet biztosító tulajdoni hányadot szereznek a finanszírozott cégekben. Az alapokba tőkét fektető intézményi befektetők az alapok tanácsadó testületein vagy befektetési bizottságain keresztül kapnak áttekintést az alapok működéséről, emellett az alapok indulásakor, illetve meghatározott időszakonként részletes auditált jelentést is kapnak az alapok kezelőitől. Az alapok indulásakor a befektetők kötelezettséget vállalnak egy meghatározott összeg nyújtására, melyet az alapok kezelői a befektetések ütemében hívnak le. A magántőke-alapok befektetői az odaígért tőkét az alapok életének lejártáig nem vonhatják vissza. A magántőke-alapok a befektetések hasznát akkor realizálják, amikor az alapok a portfóliójukban lévő cégekben lévő részesedésektől megválnak. Az alapokra rendszerint tízéves élettartam jellemző, melynek leteltével az alapkezelők az alapok teljes tőkéjét visszajuttatják a befektetőkhez.

A cikk betekintést nyújt a *magántőke-befektetők által elért hozamokat* vizsgáló tudományos kutatások eredményeibe is. Az eddig főként az amerikai piacra vonatkozó tudományos elemzések összességében nem igazolják, hogy magántőke-befektetők a portfólió cégek „megkopasztásával” óriási hozamokra tennének szert. Sőt az derült ki, hogy a magántőke-

alapokba való befektetés az intézményi befektetőknek a nyilvános piacokon elérhető hozamokhoz viszonyítva 3 százalékponttal alacsonyabb teljesítményt biztosított. A legjobban és a legrosszabbul dolgozó magántőke-alapok között azonban óriási eltérés mutatkozik, mivel a legjobbak több mint a tízszeresét érték el a tőzsdei hozamoknak, miközben a legrosszabbak a nekik odaígért tőke nagy részét elbukták. Ráadásul a legjobban teljesítő alapok tartósan jobb teljesítményt értek el, azaz a már megállapodottabb, nagyobb tapasztalatokkal rendelkező alapok általában magasabb hozamokat produkáltak. Az alapoknál az egy főre jutó kevesebb projekt és kisebb portfólió méret alaposabb szelekciót és jobb hozamokat eredményezett, miközben az egy befektetési szakemberre jutó magasabb kezelt összeg a nagyobb méretű kivásárlási alapoknál eredményezte a legmagasabb hozamot. Az alapok létrehozásának időpontja és kezelőinek jártassága is hatással van a magántőke-alapok hozamaira. Ugyancsak szerepet játszik a hozamok alakulásában az alapok befektetőinek összetétele. A kutatások szerint például szélesebb sávban alakulnak a hozamok az alapítványok és a nyugdíjpénztárak által finanszírozott alapok esetében. A bankok és nagyvállalatok magántőke-alapjainál a magántőke-befektetés hozamát felülíró egyéb szempontok, azaz például a stratégiaileg fontos befektetőkkel létrehozott kapcsolt ügyletek is torzíthatják az adatokat. A kivásárlási alapok belső megtérülési rátái konzisztensen magasabbak a kockázattőke-befektetésekéhez képest, ami az életciklusuk későbbi fázisában lévő cégek nagyobb hozamát jelzi. A kutatók azt is kimutatták, hogy a korai fázisú finanszírozás hozamai általában magasabbak voltak az Egyesült Államokban, mint Európában. Az alapok által elért hozamokat a befektetőknek az egyes ügyletekből történő kilépési módja is befolyásolja. A legjobb eredményeket azok a portfólió cégek produkálták, amelyekkel a befektetők első ízben jelentek meg a tőzsdén (IPO), míg második helyen a szakmai befektetőknek történő cégeladások szerepeltek. Emellett a nagyobb összegű tőkebefektetés és a portfólióban tartás idején végrehajtott több felvásárlás is jobb hozamokat eredményezett a befektetőknél.

A magántőke-ipar Magyarországon a rendszerváltással egyidejűleg jelent meg a vállalatfinanszírozási lehetőségek között. A hazai piacon befektethető tőke elsősorban nyugat-európai és észak-amerikai intézményi befektetőktől érkezett, hazai források alig járultak hozzá a befektethető tőke volumenéhez. A kizárólag a magyar piacon működő, rendkívül kevés helyi befektető mellett az itteni piacon megtalálható az összes olyan globális és regionális magántőke-alap, amely a közép-kelet-európai régió iránt érdeklődik. Összesen körülbelül 25-30 magántőke-befektetéssel professzionálisan foglalkozó szervezet van jelen a magyar piacon. Európai viszonylatban jelzi a *magyarországi magántőke-piac jelentőségét*,

hogy az itteni székhelyű cégekbe történt magántőke-befektetések értékének GDP-hez viszonyított éves aránya alapján Magyarország az Európai Unió országai között 2006-ban az ötödik, 2007-ben a kilencedik, 2008-ban pedig a hatodik helyet foglalta el. Ha azonban a fenti mutató csupán a klasszikus kockázati-tőke-finanszírozás volumenét veszi alapul, akkor Magyarország már az utolsó helyezettek között szerepel Európában. Évente egy-egy nagyértékű kivásárlási ügylet jóvoltából a befektetések hazai éves összege mind 2007-ben, mind pedig 2008-ban megközelítette a félmilliárd eurós nagyságrendet. A régióban a Magyarország iránt is érdeklődő magántőke-alapok által évente befektetési céllal összegyűjtött alapok értéke a 2000-es évek elején még csupán 100-200 millió eurós összeget ért el. Ez az összeg a 2004-ben mért félmilliárd, majd 2005-ben regisztrált egymilliárd euró értékhez képest 2006-ban még ennél is tovább, 1,2 milliárd euróra bővült. 2007-ben az alapgyűjtés minden korábbi rekordot megdöntve 3,1 milliárd eurót tett ki, majd az ezt követő két évben 2 milliárd eurós érték körül stagnált. Az új alapokat elsősorban a Közép-Kelet-Európában már jelentős tapasztalattal rendelkező regionális alapkezelők hozták létre. Az alapok méretének növekedése nemzetközi tendenciát tükrözött, s jelezte, hogy a frissen bevont tőkét a befektetők főként kivásárlások finanszírozására szánták. 2009-ben új tendenciát jelentett, hogy a régió egészére fókuszáló alapok mellett három olyan magyarországi székhelyű befektető is megjelent a piacon, amely magánszektorbeli befektetők tőkéjével gyorsan növekvő illetve nehéz helyzetű magyarországi cégeket célozott meg.

A Külgazdaság 2009. május-júniusi számában „A kockázati tőke szerepe az innováció finanszírozásában Magyarországon” című cikkben a témavezető az innováció-orientált magyarországi vállalkozások kockázati tőkével történő finanszírozásának problémáit elemezte, s az induló és korai fázisban lévő, továbbá a fejlett technológiát képviselő cégekbe történő intézményes kockázati-tőke-befektetések alapján következtetett a kockázati tőke innovációt elősegítő hazai szerepére. Megállapította, hogy Magyarországon nem érvényesült az intézményes kockázati tőkések technológiai és/vagy tudásintenzív vállalkozásokba történő befektetéseinek túlsúlya. A befektetők európai összehasonlításban sokkal kevésbé finanszíroznak korai fejlődési szakaszban lévő cégeket. Az induló technológiai cégek esetében a magyarországi piac gyenge pontját forrásoldalról különösen az üzleti angyalok, a magvető és a korai fázist intézményesen finanszírozó befektetők hiánya képezi, s a magánszektorbeli alapok közül is alig akad olyan, amely az induló és korai fázisú befektetéseket részesítené előnyben.

A cikk kiemelten foglalkozott a *hazai állami kockázatitőke-befektetők innovációt előmozdító szerepének* eredményességével. A kutatás arra a következtetésre jutott, hogy a hazai gyakorlatban az állami tulajdoni háttérű befektetők az innovációt hordozó vállalkozások fejlődésére kevés hatást gyakoroltak. A kutatás rámutatott, hogy a kockázatitőke-befektetések állami forrásokból történő előmozdítására terén a magyar állam a rendszerváltás óta a kínálat növelésében látta az innovatív vállalkozások kockázati tőkéhez segítésének módját. S a legutóbbi időkig azt a – nemzetközi gyakorlatban mindinkább kivételesnek számító – megoldást alkalmazta, hogy a kizárólagos állami tulajdonban lévő befektetési társaságok és kockázatitőke-alapok az általuk kiválasztott cégekbe közvetlenül fektettek be. Holott a közvetlen kormányzati tőkebefektetések negatív tapasztalatai és magas költsége a nemzetközi gyakorlatban már nagyrészt meggyőzte a kormányzatokat arról, hogy céljaik eléréséhez a professzionális és kizárólag nyereségérdekelt befektetők ösztönzése sokkal hatékonyabb, mintha az állam maga próbál meg jártassággal rendelkező befektetőként fellépni az új cégeknél. 2007-től Magyarországon is új helyzetet jelentett, hogy a kormány elhatározta, a közvetlen tőkebefektetés mellett a nemzetközi gyakorlatban már bevált ún. állami/közösségi és magán forrásokból felállítandó ún. *hibrid alapokon* keresztül is részt kíván venni a magyarországi vállalkozások kockázatitőke-finanszírozásában. Erre az Európai Unió ún. JEREMIE-program meghirdetése nyújtott lehetőséget, amely lényegében egy holdingalapba helyezve biztosított magánszektorbeli intézményes kockázatitőke-befektetőknek társfinanszírozást. A programra keretében felállítandó alapokban a 31,5 milliárd forintos közösségi forrásokat a magánszektor további 15 milliárd forintos hozzájárulása egészíti ki.

Tekintettel arra, hogy a magántőke-ipar tőkeellátásának világszerte legfontosabb szereplői a *nyugdíjpénztárak*, a kutatás kiemelt figyelmet szentelt ezen intézmények *befektetői szerepvállalásának*. 2008-ban az adott évben magántőke-befektetési céllal gyűjtött friss tőke több mint negyedét mind Európában, mind pedig az USA-ban nyugdíjalapok biztosították. A közép-kelet-európai régióra szakosodott magántőke-alapok tőkéjének legnagyobb hányadát közvetve vagy közvetlenül ugyancsak nyugdíjalapok biztosítják, mégpedig olyanok, amelyek székhelye rendszerint nem a régióban található. A nyugdíjpénztárak eszközeik átlagosan 4,8%-át fektetik világszerte magántőkébe. A magántőke-befektetés főként Amerikában és Európában népszerű a nyugdíjalapok körében. Észak-Amerikában működő nyugdíjalapok teszik ki a magántőkébe fektető nyugdíjpénztárak közel felét, míg a pénztárak további közel harmada európai. Közép-Kelet-Európában a magántőke részesedése rendkívül alacsony, a - nyugdíjpénztárakat is felölelő - intézményi befektetők portfóliójában 2008-ban mindössze

0,1%-ot ért el. Mivel a *nyugdíjpénztárak hazai magántőke-piacon való részvételéről*, illetve ezzel kapcsolatos vélekedéséről statisztikai adatok nem állnak rendelkezésre, a kutatás keretében egy kérdőíves felmérés végrehajtására került sor a hazai magán- és önkéntes nyugdíjpénztárak körében. E felmérés eredményeit a *Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület* jelentette meg 2010-ben magyarul és angolul, „*Kockázati tőke a nyugdíjpénztárak szemszögéből*”, illetve „*Private Pension Funds' Attitudes to Private Equity in Hungary*” címmel.

A felmérés szerint egyértelműen pozitív a magántőke jövőbeli szerepének megítélése a magyar nyugdíjpénztárak körében. Kétharmaduk már meglévő, vagy a közeljövőben tervezett magántőke-befektetésről számolt be. Középtávon a pénztárak kétharmada számít arra, hogy eszközei 1-3%-át ezen eszközcsoportba fogja fektetni. A nyugdíjpénztárak háromnegyede célszerűnek gondolja a magántőke-alapokba történő befektetés szabályozás által biztosított kereteinek kihasználását. Ez nagyságrendileg 150 milliárd forint friss tőke beáramlását tenné lehetővé a magántőke-ágazatba, feltételezve, hogy időközben nem történik meg a magánnyugdíjpénztárak visszavezetése az állami nyugdíjrendszerbe. A nyugdíjpénztárak a konkrét magántőke-alapok kiválasztásakor elsősorban az alapok kezelőinek jártasságát és korábban elért eredményeit veszik figyelembe. Hazai és külföldi székhelyű magántőke-alapokba egyaránt szándékoznak befektetni. Arra számítanak, hogy a JEREMIE-program pozitív hatással lesz a hazai magántőke-alapok versenyképességére. Hosszú távon a tőzsdén elérhetőnél magasabb, zömmel 20% feletti hozamot várnak a magántőke-befektetésektől. A felmérés fontos tanulsága, hogy a nyugdíjpénztárak a magántőke-befektetésekhöz szükséges informáltság megszerzéséhez még jelentős segítségre szorulnak. A nyugdíjpénztári vezetők a magántőke-befektetések szabályozását alapvetően megfelelőnek látják, bár kisebb finomítások még könnyíthetnék számukra e befektetéseket.

Az OTKA támogatással folyó kutatás legnagyobb jelentőségű eredménye az a hazai magántőke-piac forrásainak kutatását nemzetközi keretbe ágyazó elemzés, amely a *kelet-közép-európai régióba irányuló magántőke-forrásokra* irányult. Az elemzés több fázisban készült el, s az egyes részlépések külön-külön is publikálásra kerültek. Elsőként a 2007-ig zajló tendenciák áttekintésére került sor egy *műhelytanulmány* keretében, amelynek szerkesztett változata a *Közgazdasági Szemle* 2009. januári számában jelent meg „*Az aranykor vége. A kockázati tőke-ágazat fejlődése Közép-Kelet-Európában*” címmel. Egy további átdolgozás után került sor az elemzés *angol nyelvű műhelytanulmányként* történő

megjelentetésére. Ezt követően adta ki a *Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület* az angol nyelvű műhelytanulmány rövidített változatát „*The End of the Golden Age*” címmel. Végül a *VDM Verlag* felkérésére ismételen sor került az angol nyelvű műhelytanulmány továbbfejlesztésére és aktualizálására, mely így 2010-ben „*Private Equity in CEE*” címmel immár könyvalakban jelent meg. E kiadvány a 2008-ban bekövetkező válság régióra gyakorolt hatásait is elemezte.

A fenti kiadvány Közép- és Kelet-Európa magántőke-finanszírozását a 2003 és 2008 közötti években vizsgálva áttekintette a befektetésekhez rendelkezésre bocsátott tőke volumenében és forrásának szerkezetében bekövetkezett változásokat, valamint a tényleges befektetések földrajzi és szektorális alakulásának tendenciáit. Táblázatokba foglalva részletezte az egyes régiós alapok forrásait, kezelt tőkéjét illetve fontosabb befektetéseit, számos példán keresztül mutatva be a befektetők által alkalmazott vállalati szintű stratégiákat. Ugyancsak vállalati példákkal illusztrálva elemezte a régiós alapok befektetéseiből történő kilépések módszerét, valamint a befektetők által elért hozamokat.

A kiadvány bemutatta, hogy a magántőke-ipar régióbeli fennállása óta eltelt közel két évtized alatt megerősödött, s szereplőit, működési mechanizmusát, funkcióját és hatékonyságát tekintve egyre jobban hasonlít a nyugat-európaihoz. Az adminisztratív akadályok leépítése és a térség országaiban tapasztalható gyors gazdasági növekedés mellett azért is nőtt a befektetők régió iránti érdeklődése, mert az észak-amerikai és a nyugat-európai magántőke-piac már meglehetősen telített volt.

A kutatás a régió magántőke-alapjaihoz befektetési céllal érkezett tőke értékét a piacgazdasági átalakulás kezdetétől számítva 2008 végéig összesen mintegy 17,5 milliárd euróra becsülte. Míg a kilencvenes évek közepén a közép-kelet-európai, ezen belül a hazai magántőke-befektetéseket a privatizációs ügyletek túlsúlya jellemezte, az elmúlt években domináló kivásárlások inkább a helyi és nemzetközi konglomerátumok magánkézben lévő cégeit és spin-off-jait érintették. Mivel a térségben működő vállalkozások mérete egyre jobban közelített a kontinens más cégeihez, s közülük mind több régiós szinten is komoly érdekeltségekkel rendelkezett, egyre több cég vált méreténél fogva alkalmassá arra, hogy nagy összegű kivásárlási tranzakciók célpontjává válhasson. A régió iránti növekvő érdeklődés, valamint a befektetések kivásárlások felé tolódása nyomán 2007-ben megszületett a régió első, egymilliárd eurónál is nagyobb magántőke-alapja. Az ilyen nagyméretű régiós

alapok már egy új (vég)befektetői kör számára tették lehetővé a régióban történő megjelenést, amelyeknél az egy-egy alapba fektetendő 50-70 millió eurós összeg eleve kizárja a közepméretű alapokat a célpontok közül. Néhány nagy, régió kívüli nyugati alapkezelő is belépett befektetéseivel a régió piacára, s a regionális alapkezelők a verseny élesedését érzékelték ezen globális kivásárlási alapok megjelenése nyomán. Az új alapok megjelenése azonban nemcsak konkurenciát jelentett a korábban itt működő magántőke-alapok számára, hanem egyúttal kiszélesítette számukra a kiszállás lehetőségét azon portfólió cégeik esetében, amelyek világméretű terjeszkedése jelentős új tőkebefektetést igényelt.

Az évtized második felében megkezdődött az alapok szakosodása, azaz e régióban is megjelentek az Európában már régóta működő mezzanine-, a szektor- és a kivásárlási alapok. Mivel a régió hitelpiac is egyre jobban felzárkózott az európaihoz, a magántőke-befektetésekhez bonyolult hitelkonstrukciók is igénybe vehetőkké váltak. A régióban zömmel az európai közepes méretű bankok nyújtották a magántőke-befektetésekhez a hiteleket, s e bankok mérlegét eleinte kevésbé érintette a válság, mivel ők többnyire közvetlenül nem vettek részt az amerikai jelzálogpiaci tevékenységben. A régió hozamkilátásait korábban az is pozitívan befolyásolta, hogy itt a befektetők rendszerint közvetítők nélkül, azaz nem befektetési bankok szervezésében lezajló aukciók keretében tettek ajánlatokat.

Kiemelt figyelmet szentelve a magántőke-alapokat finanszírozó intézményeknek a kutatás megállapította, hogy a 2000-es évek első felében nemzetközi pénzügyi szervezetek biztosították a befektethető tőke legnagyobb hányadát, melynek harmadát az EBRD egymaga adta. Második helyen a nyugdíjalapok, harmadik helyen pedig a más alapokba fektető esernyőalapok álltak. A bankok, nagyvállalatok és biztosító cégek részaránya külön-külön az alapoknak évente friss tőkeként odaígért tőkevolumen tizedét sem érte el. A 2007. évi adatok már a régióbeli befektetésekre tőkét gyűjtő alapok finanszírozói körének átrendeződését, így a pénzügyi intézmények hátrább sorolódását, s a nyugdíjalapok előretörését jelezték (közvetlenül és más alapok beiktatásával). 2007-ben a regionális alapok által gyűjtött tőke értékének közel egynegyedét már esernyőalapok biztosították. A kutatás egy kézzel feldolgozott adatbázis segítségével részletesen is bemutatta, hogy a 2005 óta lezárt, a nyilvánosságra hozott befektetői körrel rendelkező legjelentősebb régióbeli magántőke-alapokat konkrétan mely intézményi befektetők finanszírozták. A régió iránt újonnan érdeklődő, ám annak alapkezelőit még kevésbé ismerő, főként régió kívüli intézményi befektetők, így elsősorban nyugdíjpénztárak számára az esernyőalapokon keresztüli

befektetés nagyobb biztonságot ígért. A régióban működő nyugdíjpénztárak közvetlen bekapcsolódása a források biztosításába még messze elmarad a fejlett országokban tapasztalt szinttől, amit nagyrészt az intézményi megtakarítások nemzetközi mércével mért alacsonyabb szintje és rugalmatlanabb szabályozása magyarázza.

A második világháború utáni időszak legmélyebb globális pénzügyi válsága a fejlett gazdaságokból indult, s némi késéssel tovább terjedt a feltörekvő piacokra. A válság leginkább a feltörekvő piacokra irányuló hitel- és tőkebeáramlások hirtelen megállásában nyilvánult meg, s ehhez társult a globális gazdasági aktivitás összeomlása. A külső finanszírozási források elapadása, az exportorientált fejlődés keresleti korlátai, továbbá egyes országokban a fiskális élénkítéshez szükséges források hiánya együttesen a régió gazdaságainak megroppanását okozta. Közép-Kelet-Európa nagymértékben külföldi forrásoktól függő feltörekvő nemzetgazdaságai ugyan láthatóan elkerülték az összeomlást, ám a tartós növekedés, a konvergencia automatikusan nem tér vissza Európa ezen országaiba.

A kutatás bemutatta, hogy a gazdasági válság 2008-ban már a régió magántőke-piacának működésére is erőteljes negatív hatást gyakorolt, ugyanakkor az egyes alapok helyzetét nagyban meghatározta, hogy a válság kitörésekor életciklusuk melyik részénél tartottak. Új alapok létrehozása még a jónevű alapkezelők számára is rendkívül nehezzé vált, tekintve hogy potenciális befektetőiknek is súlyosak voltak a veszteségeik. 2008-ban a közép-kelet-európai befektetési céllal gyűjtött magántőke 2,5 milliárd eurós értéke 40%-kal esett vissza az előző évi - akkor minden korábbi rekordot megdöntő -, közel 4,3 milliárd eurós értékhez képest. 2008-ban a közép-kelet-európai régióba magántőke-befektetés céljával érkező friss tőke egynegyedét esernyőalapok útján befektető intézmények biztosították, míg további 18% a nyugdíjalapoktól érkezett. A válság hatására megváltozott a befektetők által favorizált alapok típusa, azaz a megatranzakciókat végrehajtó kivásárlási alapok helyett a nehéz helyzetű cégekbe fektető alapok, valamint a kisebb méretű kivásárlásokat tervezők váltak a befektetők favoritjaivá. Emellett az alapok a már több éve a tulajdonukban lévő cégeket is nehezebben tudták eladni, illetve ezek fejlesztéséhez hitelt szerezni. Így jelentős erőket kötött le náluk a cégek szándékoltnál hosszabb ideig történő portfólióban tartása, s az eladások megnehezülése is kedvezőtlen hatást gyakorolt a befektetők által elérhető hozamokra.

A vállalatok banki finanszírozásának visszaszorulása következtében az elmúlt néhány évben már egyébként is jelentős összegű tőkét összegyűjtő régiós alapok a tőkére kiéhezett

vállalkozásokkal szemben kifejezetten helyzeti előnybe kerültek, azaz a tőkekihelyezés fázisában lévő alapok bőven válogathattak a befektetési ajánlatok között. Az időközben növekedésnek indult, de még mindig nyomott részvényárfolyamoknak köszönhetően a finanszírozók a korábbiaknál sokkal jobb feltételekkel tudták bevásárolni magukat a cégekbe még akkor is, ha a megfelelő célpontok kiválogatását számukra is megnehezítette a vállalatértékelés bizonytalanná válása. A nehéz helyzetű, refinanszírozásra szoruló vállalkozások megsegítése, hitelek részvényre váltása továbbra is jelentős hozammal kecsegtető piaci szegmenst képviselt a régió befektetői számára.

A kutatás azt prognosztizálta, hogy az intézményi finanszírozók által kezelt megtakarítások visszaesése és a térség gazdasági növekedésének lefékeződése, valamint növekvő kockázata miatt az évtized végére összességében várhatóan tovább csökken a térségbeli befektetésekre vállalkozó új alapok száma és tőkéje. A már meglévő alapok a magán-tőkét elsősorban tőkeinjekcióként fogják nyújtani a potenciális befektetési célpontok tulajdonosainak, s a korábbinál ritkábban lesz jellemző ügyleteikre a kivásárlásos, a tulajdonoscserével járó nagyszámú tőkebefektetés. Ugyanakkor a kisösszegű, életük korai fázisában tartó cégekbe történő tőkebefektetés valószínűleg még meg is élénkül, amint ténylegesen is beindul az uniós forrásokat a magánszektorbeli befektetők tőkéjével összekapcsoló JEREMIE-program.